



TITLE:

爲替相場の變動に就て

AUTHOR(S):

正井, 敬次

---

CITATION:

正井, 敬次. 爲替相場の變動に就て. 經濟論叢 1932, 35(5): 734-746

ISSUE DATE:

1932-11-01

URL:

<https://doi.org/10.14989/130240>

RIGHT:

# 東京帝國大學經濟學會 經濟叢論

第五號

第三十五卷

昭和七年十一月一日發行

## 論叢

多收手段としての酒税……………法學博士 神戸 正雄  
笠間藩の民政……………經濟學博士 本庄 榮治郎  
安定期經濟學と變革期經濟學……………經濟學博士 石川 興二  
ロングフィールドの價值論と分配論……………經濟學博士 堀 經夫

## 研究

我國の市町村義務費に就いて……………經濟學士 小山田 小七  
金爲替準備への再吟味……………經濟學士 松岡 孝兒  
證券資本主義<sup>於ける</sup>時代の資本の構造……………經濟學士 石田 興平  
カルテル法への要望……………經濟學士 磯部 喜一

## 說苑

貨幣の價值に就いて……………文學博士 高田 保馬  
人口動態並行法則を論ず……………經濟學士 三谷 道麿  
爲替相場の變動に就て……………法學士 正井 敬次

## 附錄

新着外國經濟雜誌主要論題

（禁轉載）

## 爲替相場の變動に就て

正井 敬次

さきに私は爲替相場變動の原因に關して若干の基本的考察を試みたのであるが、この小文の目的とする所は、此の如き考へに基きて爲替相場變動に關する二三の實證的研究を遂げんとするに存する。仍て私は下に、資金價值、物價、金利等と爲替相場との關係に就て少しく統計的の考察を行ひ、以てさきに述ふるが如き私の主張をして根據あらしめんとする。但し、次に試みんとする實證的考究は専ら爲替相場水準の決定要素に關するものであつて、爲替相場の動因に關するものではないことを、お断りしておく。

### 一、資金の價值と爲替相場

資金の價值には前に言ふが如く、産業的の意味に於けるものと金融的の意味のものとがある。前者は産業的生産に於ける資金の効用、即ち資金の生産力を基礎とする所の價值であり、後者は主として金融市場に於ける資金の供給力(換言すれば稀少性)に基きて測らるゝ

所の價值である。

資金用役の價格であると稱せらるゝ所の金利は、資金の金融的の價值に基きて決定せらるゝことが常である。故に金利は必ずしも資金の産業的價值、即ち資金の眞の用役又は價值を反映するものではない。資金の産業的價值の變動と金利の變動との間には、物價と金利との間に於けると同様に、一定の時が存在することが常である。

茲に問題とする所の資金の價值は、爲替相場水準の決定者としての産業的の資金價值であるが、然らば此意味に於ける資金の價值は、其は具體的には如何なる量的表現を持つ所の價值であるかと云ふに、此點に就ては、私は之れが考究を私の意味する所の貨幣價值の説明にまで遡らしめる必要があると考へる。

私は、物價に對する原因力と云ふ意味に於ける貨幣價值の何であるか、問はるゝ場合、貨幣價值の考究は通説の外に於てせられなければならぬと考へる。此意味を以て私は曩に小著「貨幣と爲替」に於て、一定の時期に於ける貨幣價值の大きなものを、其期間に於ける貨幣の流通量(社會各人の一定期間に於ける貨幣の收納又

は支出の總計」と、其期間に於ける現實なる貨幣の存在量との間の比率に於て求めんとした。即ち、私によれば、貨幣價值の數量的表現は<sup>貨幣對物價</sup><sub>物價對貨幣</sub>であるとしてらる(何故に貨幣價值が右の如き分數の形を持つかに就ては、上掲の小著にこれが説明を譲る)。然るに貨幣價值の右の如き量的表現は、既に柴田教授が、經濟論叢第三十五卷第三號に於て之を指摘せられしが如く、其は正に貨幣の流通速度と云はるゝものゝ逆數を意味するものに他ならぬ。併し乍ら私は矢張、物價變動原因としての貨幣價值は、貨幣の流通速度即ち「金廻り」の逆數であると見てよいものと考へておる。

然らば次に、所謂資金の價值は右言ふが如き貨幣價值と如何なる關係に立つかと云ふに、私見によれば、資金價值は貨幣價值の逆數たる貨幣の流通速度によつて其大さが示されるものと考へる。蓋し、貨幣價值が大きいと云ふこと、即ち社會各人に於ける貨幣の手許在高が貨幣收支の量に對して比較的増加すると云ふことは、物よりも貨幣と云ふ方向に價值保有手段撰擇

爲替相場の變動に就て

の傾向が進行することであるが、其は一面に於ては、一般産業に於ける資本利潤の減少すること、又は投資の價值の減少せることを意味する。斯の如き際には、消費も生産も共に手控へらるゝが故に、「金廻り」は悪いのである。反對に貨幣價值が小さいと云ふことは、價值保有手段として貨幣よりも物を取ると云ふ社會的の傾向が増大せることを意味する。此場合、生産と消費とは共に盛んであり、資本利潤と投資價值とは共に大きい。而して「金廻り」は良好であり、貨幣の流通速度は大である。右の如くにして私に於ては、産業的の意味に於ける資金價值の大小なるものは、貨幣の流通速度の大きさによつて示さるゝものと見ることが出来る。

然らば右の如き資金價值の大きさ、又は貨幣の流通速度は、我國に於ては現實には如何なる統計上の數字に基きて求め得るかと云ふに、理想的なる數字は、之を求むるに困難であるが、私は、全國銀行の勘定に於ける金銀在高と現金並に手形の收納高との割合が、右の如き價值量の變化に關する一般的傾向を示すものとし

爲替相場の變動に就て

て比較的に正確ではないかと考へる。

爲替相場水準の決定者としての資金の價值を右の如きものと見て、さて事實は果して爲替相場と資金價值との間に、謂ふが如き關係の存在することを證明しておるか否かと云ふに、私は、過去十數年間（主として我國の金輸出禁止期たりし大正六年下半年より昭和四年末に至る期間）に於ける、日米爲替の相場と日米兩國に於ける資金價值の比率との間には、大體に於て後者の動きが前者の動きに先行して後者が前者の原因となる、と云ふが如き關係が存在せしことを認めてよいと考へる。

以下私は、先づ右に言ふ所の期間に於ける日米爲替の相場と、大正八年より同十四年に亘る期間に於ける日米の資金價值の比率とを、各年を四期に分ち、各期に就て指數の形に於て之を示すこととする。

日米爲替相場の指數

年次	一期	二期	三期	四期
大正六	—	—	100.0	100.0
七	100.4	100.6	101.7	101.6
八	101.4	100.0	99.5	99.1

第三十五卷 七三六 第五號 一四〇

九	九六、六	九七、〇	九八、六	九八、九
十	九四、八	九四、七	九四、九	九四、七
十一	九四、五	九三、九	九四、一	九四、六
十二	九五、五	九六、二	九六、五	九六、三
十三	九三、一	八〇、一	八二、三	七六、三
十四	七七、三	八一、三	八〇、六	八三、二
昭和一	八七、八	九一、八	九三、六	九五、八
二	九六、二	九三、六	九三、八	九一、〇
三	九四、四	九三、六	九八、八	九一、一
四	八九、一	八七、六	九〇、九	九三、二

註

大正六年の第三期は、金輸出禁止が實行せられし期である、故に指數は此期を以て基準とする。金輸出禁止後の第四期を基準とする方が或は正當かと思ふが、彼の際には金輸出禁止が爲替相場を激變せしむることなかりし故、第三期を基準としてもよいと考へる。尙、大正六年第三期（七、八、九の三ヶ月）に於ける、各月平均の日米爲替相場の三ヶ月平均實數は五〇、七七三であつた。

日米資金價值比率の指數

年次	一期	二期	三期	四期
大正八	107.1	100.0	107.9	74.9
九	95.8	91.6	91.3	63.2
十	79.9	86.7	100.8	86.8
十一	98.6	88.0	97.1	79.0

十二	九〇・六	九二・三	八〇・七	七三・〇
十三	八八・七	九〇・五	九八・三	八四・三
十四	九二・八	八七・〇	九〇・一	六七・七

とにする。

註 指數作製の方法は、先づ日本に就ては全國銀行の各月末

の金銀在高と現金手形收納高との比率、

(貨幣と生計)の各期平均數を求め、之

を日本の資金價值實數とする。米國に就

つて Snyder, Business Cycles, p. 294. の

米國百四十一都市に於ける銀行預金の流

通速度の月平均數により、米國資金價值

の實數を求める。次に各期に就て日米資

金價值比率の平均實數(ヒヤト米圖)を求

める。次に大正八年第二期の實數を一〇

〇として各期の指數を作る。大正八年二

期は大正六年三期と爲替相場が同位であ

る、故に大正八年以後の資金價值指數に

就ては大正八年の第二期を以て基準とす

る。

米國の資金價值を日本のそれと同一の

方法によつて測定し、而して大正六年より昭和四年迄の

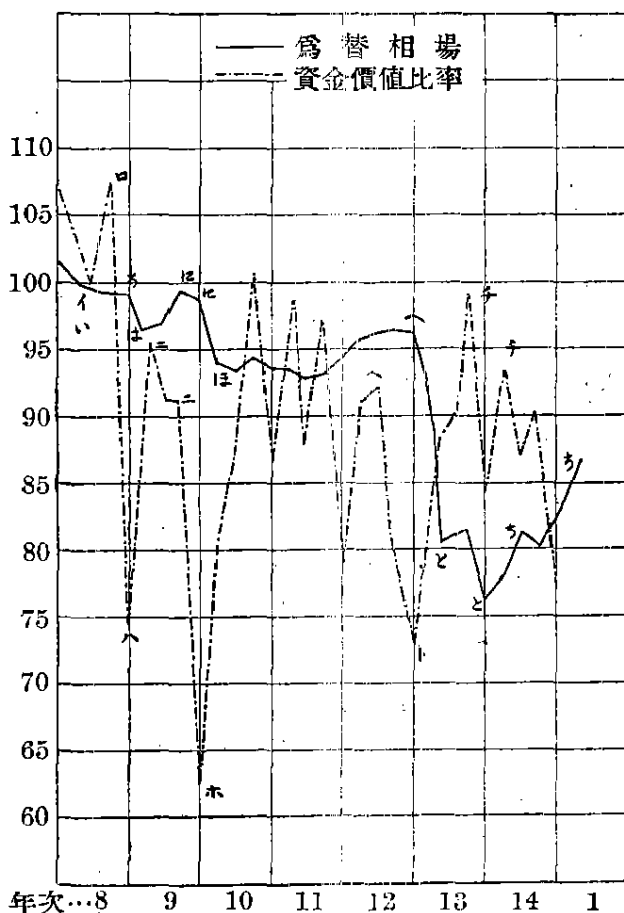
兩國資金價值比率の指數を作り、之を同一の年間に於け

る爲替相場に對比することが筆者の本意であるが、茲に

は不満足ながら右に作る所の不完全なる指數を用ふるこ

爲替相場の變動に就て

圖表(一) 日米爲替相場と日米資金價值の比率



次に前掲の爲替相場指數と資金價值比率の指數とを  
圖表にて示すときは左の如くである。

圖表に就て見るに、爲替相場變動の割合は必ずしも

資金價值比率の變動割合に一致せない。此點よりすれ

ば、資金價值比率を以て爲替相場の精密なる決定者で

あるとは言ひ得ないかも知れない。併しながら、右の兩者に於ける變動を精密に研究する爲には、爲替相場の本來の支配者である所の資金價值比率の正常なる作用に對して、妨げをなす所の多くの事情を考慮に入れなければならぬ。故に今若し、資金價值の比率が理想的に測定し得られ、且つ資金價值以外の事情の力が適當に加減し得らるゝものとすれば、爲替相場と資金價值比率との變動割合が、略ぼ一致することを示すに足るが如き圖表を作り得ることゝ考へる。

茲にては併し、私は資金價值比率が爲替相場の指導者たるの地位に在ることを示すのみにて満足したいと考へる。即ち、圖表に印したる、資金價值の線に於ける「イロハ」等の點が爲替相場の線に於ける「いろは」等の點に少しく先ちて發生せることを知るときは、爲替相場水準に對する原因力としての資金價值比率の地位が充分に了解し得られる。

## 二、物價と爲替相場

物價と爲替相場との關係に就ては、購買力平價說なり、又は其說に對する批判なりに於て、理論上並に實際上の研究が充分になされておる。従つて、私は此問題に關しては、もはや多くを論するの必要もなく、又その餘地もない。

既に言ふが如く、私は爲替相場を以て關係兩國の貨幣購買力の相場であるとする見解には反對する。故に私は兩國物價水準の比率が爲替相場水準の決定者であるとする、購買力平價說の根本命題を否定するの立場に在る。併しながら、それが故を以て、私は物價の動きと爲替相場の動きとの間には概ね一定の關係が存在すること、換言すれば物價水準比率と爲替相場とは其變動に於て逆の傾向を取ると云ふの事實を否定せんとする者ではない。

物價が爲替相場の原因であるか否かは別問題として、兎に角、兩者の水準が逆に變動すると云ふことは事實である。即ち今、私は先づ日米兩國の物價水準變動の比率を左に示し、次に圖表を以て爲替相場と物價

比率との關係を明かにせんとする。

日米物價水準の比率

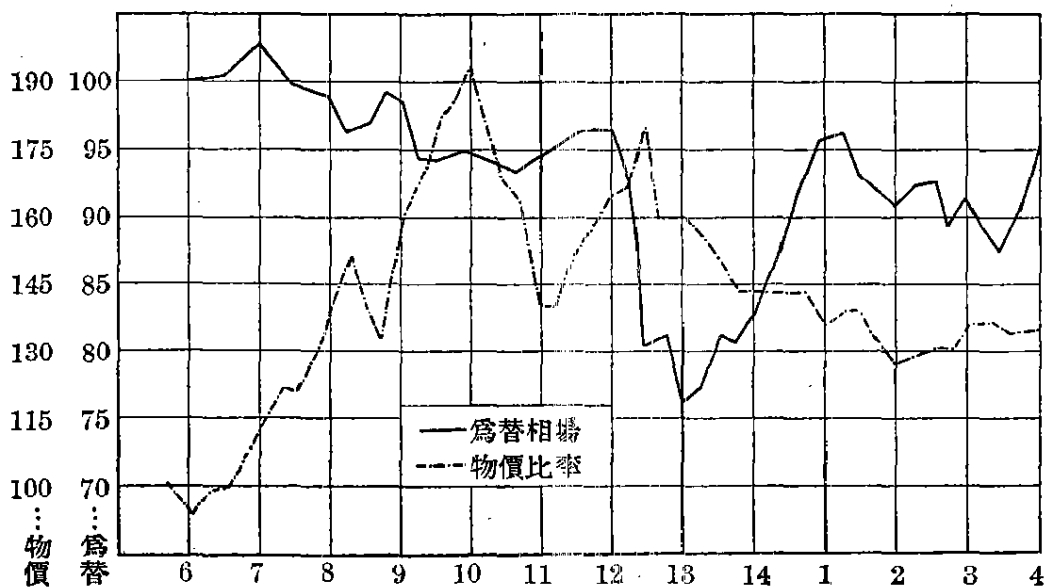
年次	一期	二期	三期	四期
大正六	一〇〇	一〇〇	一〇〇	九六
七	九八	一〇〇	一〇一	一〇四
八	三三	三三	三六	一四二
九	一五三	一四〇	一四一	一五九
十	一六六	一八三	一八六	一九四
十一	一八〇	一六九	一五五	一四〇
十二	一四四	一五三	一七〇	一四六
十三	一六六	一八〇	一八〇	一六二
十四	一六六	一五〇	一四三	一四三
昭和一	一四三	一四三	一四三	一三七
二	一五九	一四〇	一四一	一三八
三	一五九	一三一	一三三	一三七
四	一五九	一三七	一四一	一四四

註 大正三年七月を一〇〇とする日米兩國の卸賣物價指數に就て、  
 就て、  
 更に大正六年三期を一〇〇とする指數を作つたのである。

次に右の指數と前に掲ぐる所の爲替相場指數とに基きて圖表を作るときは下の如きものとなる。

爲替相場の變動に就て

圖表(二) 日米爲替相場と日米物價比率





圖表によれば、爲替相場と物價比率との波動は、正に反對の方向に向つて進行する。換言すれば、貨幣購買力の比率は爲替相場と同一の方向を以て變動する。然らば、物價又は購買力が果して爲替相場水準の決定原因であるか如何か。

購買力平價説は物價が爲替相場の原因であると云ふも、カッセルによつて行はれし此説の基本的説明が、知らるゝ通り單純なる貨幣數量説を基礎とするものである限り、此説に謂ふ所の物價の原因性は、フィッシャーの交換方程式に於ける貨幣數量の物價に對する原因性と同樣に、其は寧ろ他の因子に對する相關性と稱せらるべき性質のものである。従つて私は、購買力平價説によつては未だ爲替相場に對する物價の能動性は證明せられてゐないと考へる。況んや一般に考へらるゝが如き意味の因果關係(時間的の)に至つては、購買力平價説によつては、到底これが説明を期待し得ないのである。

箇々の爲替相場と貿易商品價格との關係に就て見れ

ば、前者の後者に對する影響は靚面であるが、後者の前者に對する作用は必然的ではない。然るに、一般物價を構成する所の價格の中には、多くの貿易商品の價格が含まれるが故に、此點より見て、爲替相場と物價との關係に就ても亦、物價が爲替相場に及ぼす所の影響は兎もあれ、爲替相場の物價に對する影響は顯著である、と云ひ得るが如くである。即ち、購買力平價説に於ける物價の能動性を否定せんとする者は常に右の如くに言ふ。併しながら、購買力平價説の反對者は、爲替相場が物價に影響すると云ひ得るとしても、物價を動かすものは爲替相場であるとは云ひ得ない筈である。而して又、彼等によつては、爲替相場を動かすものは物價ではないと云ふ點が、積極的には論證せられてはおらぬ。

右の如く、購買力平價説は、物價の原因性を未だ完全に説明せず、又その反對者はその否定を未だ充分になし遂げてはゐない。是に於てか、今日の爲替理論に於ては、爲替相場に對する物價の地位は、それが如

何なるものであるかど、未だ充分に説明せられてゐないといふと云つて差支がない。

私見によれば、併し、因果關係の問題に於て、爲替相場を物價に對せしめんとすることは、元々誤りである。爲替相場が貨幣購買力の相場であるならば、物價が問題とせらるゝに差支はない。併しながら、爲替相場は資金價值の相場である。故に、私を以て見れば、爲替相場の變動原因として考へらるべきものは、其は物價ではなくして資金の價值であらねばならぬ。然らば爲替相場と物價との間に於ける、知らるゝが如き關係は、果して何を以て説明し得るであらふか。

私は、物價に對する原因力は、私の所謂貨幣價值、(資金價值又は貨幣流通速度の逆價值)であるとする。即ち貨幣價值は物價に先行して、而して逆に物價に作用する。之を資金價值とすれば、資金價值は物價に先行して物價に順の作用を及ぼす。即ち貨幣の流通速度大にして資金價值大なときは、物價の騰貴がやがてそれに從つて起る。次に爲替相場は資金價值の相場なるが

爲替相場の變動に就て

故に、資金價值の増大は、また爲替相場の騰貴をも伴ふ。是の如く見るとき、物價も爲替相場も、その變動に於て、共に資金價值の變動に同一の方向に於て從ふものと見なければならぬ。併しながら、若し然りとすれば、物價の高きときは爲替相場も高き筈である、併し、斯の如きは事實に背離する、それは如何であるか。此點に就ては私は、次の如くに之を説明せんとする。即ち、資金價值の物價に對する影響は、爲替相場に對するよりは早く現はれる、然るに一方景氣の循環性は物價に就ても爲替相場に就ても同様に作用する。是に於てか、資金價值の影響が物價には早く爲替相場には遅く現はれるとき、物價と爲替相場との線はそれの波動に於て喰ひ違はざるを得ない。この喰ひ違いと波動の循環性との二つのもの、それが正に一定時に於ける物價の線と爲替相場の線との波動をして、反對ならしむる所の原因である。

右の如くに言へば、併し、資金價值と爲替相場との間には物價が存在することゝなるが故に、爲替相場に

對する原因と云ふ點よりすれば、物價が直接であり、資金價值は間接ではないかと、云ひ得るが如くである。併しながら、爲替相場の本質より見て、物價がそれの原因たり得ざることは、既説の如くなるのみならず、時間的に介在するものが必ずしも後に來るものゝ原因ではないと云ふ理由により、私は、物價の原因性は、依然として否定せらるべきであると考へる。

### 三、金利と爲替相場

先づ日米兩國の金利に就てその比率を示せば次の如きものとなる。

年次	日米金利比率の指數			
	一期	二期	三期	四期
大正六	100	100	100	100
七	92	90	90	90
八	110	107	112	116
九	115	113	110	107
十	103	105	104	106
十一	113	114	111	109
十二	113	111	114	115

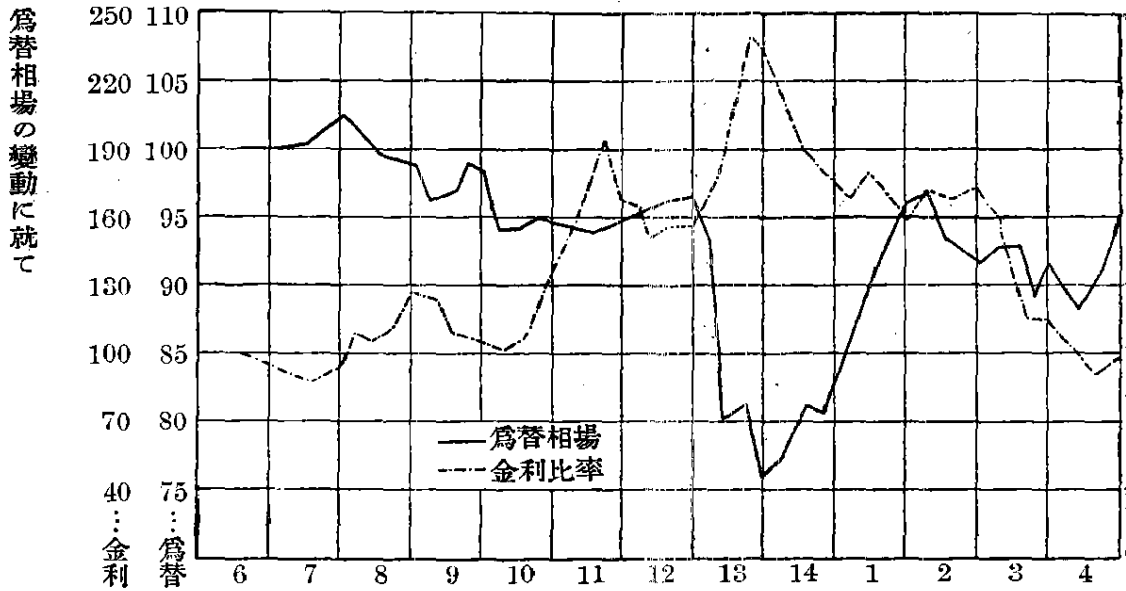
十三	113	115	117	115
十四	109	111	114	119
昭和一	110	110	113	110
二	111	111	110	113
三	111	113	117	114
四	110	111	111	110

註 右は東京市場の割引歩合と紐育市場の割引歩合との比率  
(海河時、中時、西時、東時)を各月に就て求め、その大正六年三期の平均を100として作れる指數である。

次に右の指數と爲替相場の指數とを圖表にて示せば次の如きものとなる。

同表によれば金利の比率は、爲替相場に逆行するを見る。即ち、金利比率は物價比率と同様に爲替相場に對して逆の影響を與ふるものゝ如く見ゆる。此は一見奇なるが如くに思はれる。何となれば、金利が資金用役の價格であり、而して爲替相場が資金價值の相場であるならば、爲替相場は關係兩國の金利の比率と共に上下すべきが當然ではないかと考へらるゝが故である。併し右の如きは、爲替相場變動の時々の動因と、爲替相場水準決定の要素とを區別せざるに出づる所の

圖表(三) 日米爲替相場と日米金利比率



考である。一國の金融市場に於ける金利の引締りは、其國の爲替相場をして一時的には強調ならしむる所の動因である。但し、其は金融的の資金價值を根據とする所の目前の動因なるが故に、一定期間を通じて爲替相場の狀勢を持久的に支配するの原因たることを得ない。持久的なる支配力を有する資金價值は、金利に於て現はるゝ所の金融的の資金價值ではなくして、貨幣の流通速度に於て現はるゝ所の産業的の資金價值である。

金利の比率は必ずしも資金の産業的價值の比率に一致せない、寧ろ逆行することがある。此は一見矛盾の如くなるも、それには次の如き理由が存在する。資金の産業的價值が大なる際は、即ち貨幣の流通速度大なるときである。此場合、生産と消費とは共に活潑であつて、資金の社會的流通には停頓が生ぜない。新たな生産に向つての資金の需要は、個別經濟的の見方に於ては、資金の固定を意味することあるも、此場合と雖、社會的には資金の流通は梗塞する所がない。資金

の金融市場への回歸が、よし一時的には遲滯することもあるも、斯の如き遲滯は、やがて少時の後に於ける資金回歸の急速を意味する。故に此場合、金融市場に於ては、短期資金利子歩合の騰貴はありとするも、一般貸付金の利子歩合が變更せしめらるゝには至らない。要するに、資金の産業的價值が大なるときは、資金の流通が速かなるが故に、銀行全體に於ける預金と貸出との比率は一時的には變化することあるも、それが持久的に一方に偏すると云ふが如きには至らない。是を以て、資金の産業的價值の大なるとき、金利の水準は必ずしも未だ昂騰するには至らないのである。

金利水準の高まるときは、資金の産業的價值は、寧ろ低下して資金の金融的價值が増大する際である。市場金利は、蓋し資金の産業的價值を表現すると云ふよりは、寧ろ、金融市場に於ける資金の需要供給關係、（供給力が主としてその支配力を持つ）を反映するものと云つてよい。即ち、金利高きは資金供給力の小なるが爲である。然るに、斯の如き狀勢は、即ち資金流通の

不圓滑なる際、換言すれば資金の産業的價值の低下せる際に於て生ずる。斯の如く見るとき、金利水準と産業的資金價值の水準とは、其動きに於て一致せざるこゝとが當然である。蓋し、産業的資金價值は物價に對しても、金利に對しても、其變動に於て兩者に先行して兩者の原因となる。然るに此等諸多のものゝ變動は、大體に於て同一の波狀に於て進行する、是に於てか、先行する所の資金價值の波動は、金利並に物價のそれと喰ひ違つて上下することゝなる。

右の如くにして、金利比率の水準が爲替相場の水準に逆行するの傾向がありとしても、其は何等兩者の間に於ける因果關係の存在を意味するものではない。爲替相場を動かすものは金利比率ではなくして、今一つその背後に在る所の資金價值そのものである。

#### 四、景氣又は經濟活動力と爲替相場

景氣とは、物價とか失業者數とか貨物の存在量とか其他種々の經濟量によつて表現せらるゝ所の、經濟活

動の状態であると、一般には考へられておる。然らば斯の如くに見らるゝ所の景氣に就ては、其處に何等かの具體的な代表的の經濟量が存在し得るかと云ふに、此問題に就ては未だ何人も之に答ふる所がなかつたと云つてよい。

私は景氣とは經濟活動の状態であると見ること、そのことに就ては別に異存はない。但し貨幣經濟組織の下に於て謂はるゝ所の經濟活動の状態は、其は貨幣に對する社會的の價值感情と云ふ言葉に翻譯せられ得る所のものではないかと考へる。當面の價值保有手段として貨幣を尊重するの傾向が一般となると、其處に消費の節約と生産の縮少とが生ずる。即ち貨幣價值の増大は經濟活動の不振を意味する。是に於てか、經濟活動量の大小を最も良く反映するものは、貨幣に關する或種の數量であると云つてよい。然らば、貨幣の如何なる數量が、よく經濟活動の量を表現するかと云ふに、其は單なる貨幣の存在量でもなく、又貨物取引に用ひられたる單なる貨幣の流通量でもなくして、右二

種の貨幣數量の割合たる 貨幣對貨物 であると言はねばならぬ。

貨幣存在量と貨幣流通量との割合は、私によれば其は社會的な貨幣價值感情の量的表現であると看做される。然るに斯の如き貨幣の數量は、其は實は經濟活動の量を逆に反映するものである。是に於てか、經濟活動量を其儘に表現するものは、右に示すが如き貨幣數量の逆數たる、貨幣の流通速度であると云はねばならぬ。右の如くにして私は、經濟活動の状態を具體的に表現する所の、代表的なる又は中性的なる數量は、其は實に貨幣の流通速度であると考へる。斯くて即ち私に於ては、景氣そのものを表徴する所の數量は、貨幣の流通速度である、との結論が生れるのであるが、貨幣の流通速度は、即ち資金の産業的價值を表はすものなるが故に、景氣と爲替相場と云ふこの最後の問題に於て、結局私は、資金價值と爲替相場と云ふ最初の問題に復歸することゝなるのである。

景氣と貨幣流通速度との關係に就ては、私は關西大學々

報第九十七號にて、「景氣變動論に於ける景氣の概念」と題して説明する所があつた。

爲替相場の時々の變動を支配する所の動因は既に言ふ如く、關係兩國の金融的資金價值の比率であるが、併し一定期間を通じての爲替相場水準の動きを決定する所の經濟上の要素は、資金の産業的價值の比率である、而して其はまた兩國の經濟活動力又は景氣の比率そのものに他ならぬ。

然らば今、貨幣の流通速度又は産業的資金價值の數量を以て、景氣そのものの表現と見るの立場に於て、景氣と爲替相場との關係を數字を以て示すときは如何と云ふに、其は既に初めに、資金價值と爲替相場との關係を考究するに當つて行ひし數量的の研究を、再びすることを意味するに過ぎないのである。

右の如くにして、最後に私は、爲替相場水準の決定者たる地位を占むる所の經濟的要素は、其は私の所謂産業的資金價值であり、而して又其は私の所謂景氣そのものである、との提言を以て本文の結語としたいと考へる。